

# 中材科技 (002080)

证券研究报告

2023年04月20日

## 业绩符合预期，重视23年共振向上机会

公司发布23年一季报，23q1收入42.6亿，yoy-9%，qoq-43%；归母净利润4.2亿，yoy-43%，qoq-62%；扣非归母净利润3.7亿，yoy-39%，qoq-34%。业绩基本符合我们预期。

### 玻纤景气继续筑底，23年隔膜及叶片效益或均延续较快增长

玻纤业务方面：行业玻纤粗纱价格23q1环比基本企稳（据卓创资讯，23q1无碱粗纱吨均价4,106元，qoq+29元/+0.7%）；行业23q1整体呈累库态势，反映下游需求恢复偏缓慢，预计公司23q1玻纤产品销量环比亦有一定减少（一个佐证是23q1末公司存货44.7亿，yoy+39%，qoq+41%）。推测同期公司玻纤产品吨净利环比大致持平。整体看，玻纤行业景气继续筑底，公司玻纤板块业绩环比有一定减少。

叶片业务方面：q1为下游装机淡季（据国家能源局，23M1-2风电新增装机规模5.84GW，yoy+1.7%，为22年全年新增装机规模之15.5%），叶片产销预计在较低水平，23q1叶片业务效益贡献或较为有限。23年风电装机值得期待（据金风科技，2022年全国风电公开招标容量98.5GW，yoy+81.9%），我们维持对公司23年叶片业务业绩贡献边际较好增长的判断（vs 22年子公司中材叶片净利润为1.1亿）。

隔膜业务方面：隔膜业务坚定扩产（22fy末年产能超15亿平，规划滕州三期5.6亿平项目，以及萍乡、宜宾两大10亿平米及基地，未来规划完成5个10亿平米级的基地布局），我们预计产销或保持较好状态，生产成本或延续持续优化趋势，我们判断23q1锂膜效益环比小幅增长，预计23年全年锂膜效益或延续较快增长趋势（vs 22年子公司中材锂膜净利润4.8亿）。

### 共振向上，成长动能不断充实，维持“买入”评级

玻纤景气历史相对底部特征明显、后续景气上行有较大概率；叶片整合中复连众后效益或加速改善；隔膜坚定扩产、有望进入量利齐升阶段。同时碳纤维等其他资产/业务布局稳步推进，新能源材料平台雏形基本具备，成长前景较好，主要业务景气共振向上。维持公司23-25年归母净利润预测至36.0/41.2/50.2亿，yoy+2%/15%/22%，维持公司23年16x目标PE，维持目标价34.24元，维持“买入”评级。

**风险提示：**玻纤供给超预期；风电装机不及预期；锂膜客户开拓及成本下降低于预期；和中国巨石资产整合落地不确定性

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,295.39	22,108.95	25,518.25	29,518.67	34,139.95
增长率(%)	8.47	8.94	15.42	15.68	15.66
EBITDA(百万元)	5,985.27	5,907.90	6,496.28	7,268.94	8,497.72
净利润(百万元)	3,373.40	3,511.15	3,595.68	4,124.05	5,022.55
增长率(%)	64.40	4.08	2.41	14.69	21.79
EPS(元/股)	2.01	2.09	2.14	2.46	2.99
市盈率(P/E)	12.34	11.85	11.57	10.09	8.29
市净率(P/B)	2.94	2.41	1.99	1.67	1.39
市销率(P/S)	2.05	1.88	1.63	1.41	1.22
EV/EBITDA	10.89	7.71	6.89	5.70	3.95

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.8元
目标价格	34.24元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,678.12
流通A股股本(百万股)	1,678.12
A股总市值(百万元)	41,617.46
流通A股市值(百万元)	41,617.46
每股净资产(元)	10.54
资产负债率(%)	50.66
一年内最高/最低(元)	31.97/17.67

### 作者

**武慧东** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521050002  
wuhuidong@tfzq.com

**鲍荣富** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**林晓龙** 联系人  
linxiaolong@tfzq.com

**吴红艳** 联系人  
wuhongyan@tfzq.com

### 股价走势



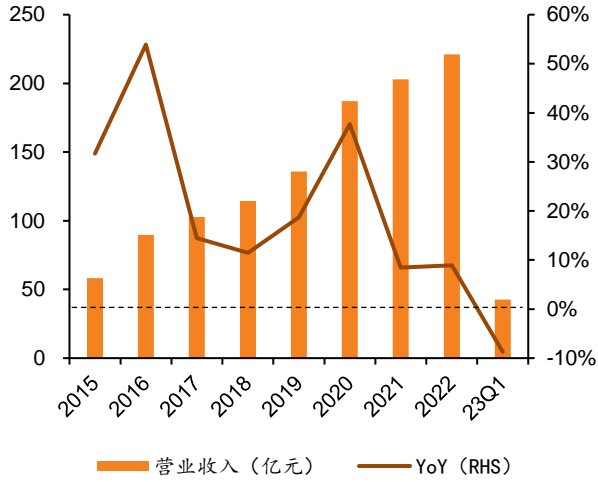
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《中材科技-年报点评报告:锂膜成本大幅优化，23年三大业务或共振向上》2023-03-22
- 《中材科技-公司点评:共振向上，新材料平台羽翼渐丰》2022-11-24
- 《中材科技-季报点评:玻纤效益回落或为主要拖累，重视新材料平台前景》2022-10-29

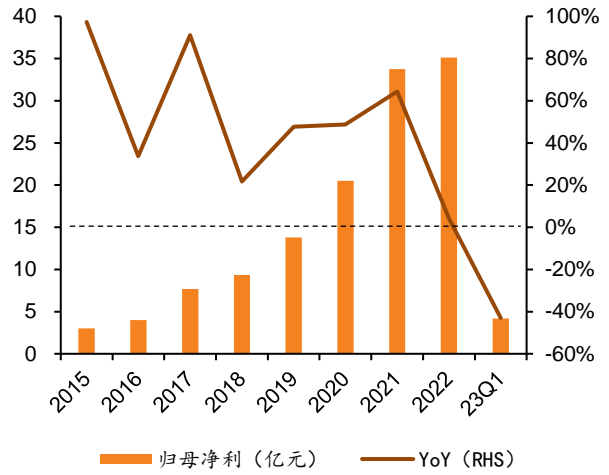
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				P/E			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
600176.SH	中国巨石	643	15.90	1.51	1.65	1.47	1.74	10.6	9.6	10.8	9.1
300196.SZ	长海股份	68	16.27	1.40	2.00	1.64	2.15	11.6	8.1	9.9	7.6
603601.SH	再升科技	54	5.16	0.24	0.20	0.28	0.35	21.1	25.2	18.4	14.7
603256.SH	宏和科技	69	8.12	0.14	0.08	0.12	0.17	57.8	108.1	70.0	47.0
002202.SZ	金风科技	478	11.25	0.82	0.56	0.80	1.00	13.7	19.9	14.1	11.3
002531.SZ	天顺风能	251	13.51	0.73	0.37	0.98	1.35	18.6	36.9	13.8	10.0
002812.SZ	恩捷股份	1,055	114.55	3.05	4.48	6.78	8.84	37.6	25.6	16.9	13.0
300568.SZ	星源材质	242	18.54	0.22	0.59	1.04	1.47	84.0	31.4	17.8	12.6
<b>平均值</b>								<b>31.9</b>	<b>33.1</b>	<b>21.5</b>	<b>15.7</b>
<b>中位数</b>								<b>19.9</b>	<b>25.4</b>	<b>15.5</b>	<b>11.9</b>
<b>002080.SZ</b>	<b>中材科技</b>	423	24.80	<b>2.01</b>	<b>2.09</b>	<b>2.14</b>	<b>2.46</b>	<b>12.3</b>	<b>11.9</b>	<b>11.6</b>	<b>10.1</b>

注：股价时间 2023/04/19；除中材科技外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,634.56	5,783.32	12,160.89	15,784.89	24,121.91
应收票据及应收账款	4,064.48	6,313.15	5,522.99	8,004.67	7,451.14
预付账款	308.40	306.65	397.06	397.19	498.85
存货	2,250.31	3,177.52	3,032.74	3,976.50	3,931.05
其他	5,068.80	3,827.85	4,406.21	4,917.24	5,470.49
<b>流动资产合计</b>	<b>14,326.55</b>	<b>19,408.49</b>	<b>25,519.89</b>	<b>33,080.49</b>	<b>41,473.44</b>
长期股权投资	343.15	152.84	152.84	152.84	152.84
固定资产	17,882.51	19,996.99	18,588.29	17,179.58	15,770.88
在建工程	2,071.52	3,866.66	3,866.66	3,866.66	3,866.66
无形资产	1,463.86	1,815.89	1,678.52	1,541.14	1,403.77
其他	1,486.38	1,614.18	1,529.40	1,503.98	1,503.98
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,247.42</b>	<b>27,446.56</b>	<b>25,815.70</b>	<b>24,244.20</b>	<b>22,698.13</b>
<b>资产总计</b>	<b>37,626.59</b>	<b>46,888.56</b>	<b>51,335.59</b>	<b>57,324.69</b>	<b>64,171.56</b>
短期借款	1,888.32	1,636.66	1,636.66	1,636.66	1,636.66
应付票据及应付账款	7,172.03	8,755.21	9,467.97	11,099.71	12,103.93
其他	4,161.48	2,545.22	3,211.00	3,185.94	3,553.68
<b>流动负债合计</b>	<b>13,221.84</b>	<b>12,937.09</b>	<b>14,315.64</b>	<b>15,922.31</b>	<b>17,294.28</b>
长期借款	3,370.95	5,404.24	5,404.24	5,404.24	5,404.24
应付债券	2,869.59	3,695.69	3,282.64	3,282.64	3,420.33
其他	2,191.87	1,966.94	1,966.94	1,966.94	1,966.94
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,432.41</b>	<b>11,066.88</b>	<b>10,653.82</b>	<b>10,653.82</b>	<b>10,791.51</b>
<b>负债合计</b>	<b>22,015.10</b>	<b>24,343.38</b>	<b>24,969.46</b>	<b>26,576.14</b>	<b>28,085.79</b>
少数股东权益	1,442.43	5,270.97	5,496.24	5,754.62	6,069.28
股本	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12	1,678.12
资本公积	4,443.62	5,095.70	5,095.70	5,095.70	5,095.70
留存收益	8,043.00	10,488.55	14,084.23	18,208.28	23,230.83
其他	4.31	11.83	11.83	11.83	11.83
<b>股东权益合计</b>	<b>15,611.49</b>	<b>22,545.18</b>	<b>26,366.13</b>	<b>30,748.56</b>	<b>36,085.78</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>37,626.59</b>	<b>46,888.56</b>	<b>51,335.59</b>	<b>57,324.69</b>	<b>64,171.56</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,475.14	3,731.13	3,595.68	4,124.05	5,022.55
折旧摊销	1,278.59	1,547.02	1,546.08	1,546.08	1,546.08
财务费用	459.03	496.22	408.42	455.73	492.72
投资损失	(47.90)	(119.72)	(931.69)	(544.86)	(359.35)
营运资金变动	(1,268.33)	(379.34)	1,423.75	(2,304.45)	1,315.95
其它	(224.42)	(2,115.55)	225.27	258.38	314.67
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,672.12</b>	<b>3,159.75</b>	<b>6,267.50</b>	<b>3,534.92</b>	<b>8,332.62</b>
资本支出	3,732.09	5,754.55	(0.00)	0.00	(0.00)
长期投资	(4.05)	(190.31)	0.00	0.00	0.00
其他	(5,281.16)	(9,225.99)	931.54	544.81	359.44
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,553.12)</b>	<b>(3,661.76)</b>	<b>931.54</b>	<b>544.81</b>	<b>359.44</b>
债权融资	488.69	598.34	(821.47)	(455.73)	(355.04)
股权融资	(2,498.19)	659.61	0.00	0.00	0.00
其他	(344.81)	2,327.38	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,354.31)</b>	<b>3,585.32</b>	<b>(821.47)</b>	<b>(455.73)</b>	<b>(355.04)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(235.31)</b>	<b>3,083.31</b>	<b>6,377.57</b>	<b>3,624.00</b>	<b>8,337.02</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>20,295.39</b>	<b>22,108.95</b>	<b>25,518.25</b>	<b>29,518.67</b>	<b>34,139.95</b>
营业成本	14,207.49	16,462.93	18,836.09	21,259.44	23,984.06
营业税金及附加	204.63	195.96	226.18	261.63	302.59
营业费用	283.25	296.96	342.75	396.49	458.56
管理费用	995.78	1,000.88	1,053.15	1,218.25	1,408.97
研发费用	961.49	1,057.10	1,220.10	1,411.38	1,632.33
财务费用	486.95	386.58	408.42	455.73	492.72
资产减值损失	(79.27)	(138.19)	(159.50)	(184.51)	(213.39)
公允价值变动收益	0.00	23.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	47.90	119.72	931.69	544.86	359.35
其他	(911.71)	(1,356.00)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>4,098.89</b>	<b>4,060.02</b>	<b>4,203.76</b>	<b>4,876.11</b>	<b>6,006.67</b>
营业外收入	64.13	26.76	26.76	26.76	26.76
营业外支出	39.36	21.05	21.05	21.05	21.05
<b>利润总额</b>	<b>4,123.66</b>	<b>4,065.72</b>	<b>4,209.46</b>	<b>4,881.81</b>	<b>6,012.38</b>
所得税	648.52	334.59	388.51	499.38	675.16
<b>净利润</b>	<b>3,475.14</b>	<b>3,731.13</b>	<b>3,820.95</b>	<b>4,382.43</b>	<b>5,337.22</b>
少数股东损益	101.74	219.98	225.27	258.38	314.67
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,373.40</b>	<b>3,511.15</b>	<b>3,595.68</b>	<b>4,124.05</b>	<b>5,022.55</b>
每股收益(元)	2.01	2.09	2.14	2.46	2.99

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.47%	8.94%	15.42%	15.68%	15.66%
营业利润	76.52%	-0.95%	3.54%	15.99%	23.19%
归属于母公司净利润	64.40%	4.08%	2.41%	14.69%	21.79%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.00%	25.54%	26.19%	27.98%	29.75%
净利率	16.62%	15.88%	14.09%	13.97%	14.71%
ROE	23.81%	20.33%	17.23%	16.50%	16.73%
ROIC	20.11%	18.34%	15.57%	19.94%	23.28%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.51%	51.92%	48.64%	46.36%	43.77%
净负债率	51.70%	26.20%	-3.35%	-14.66%	-35.21%
流动比率	1.06	1.46	1.78	2.08	2.40
速动比率	0.89	1.23	1.57	1.83	2.17
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.42	4.26	4.31	4.36	4.42
存货周转率	9.31	8.15	8.22	8.42	8.63
总资产周转率	0.57	0.52	0.52	0.54	0.56
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.01	2.09	2.14	2.46	2.99
每股经营现金流	2.19	1.88	3.73	2.11	4.97
每股净资产	8.44	10.29	12.44	14.89	17.89
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.34	11.85	11.57	10.09	8.29
市净率	2.94	2.41	1.99	1.67	1.39
EV/EBITDA	10.89	7.71	6.89	5.70	3.95
EV/EBIT	13.72	10.24	9.04	7.24	4.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com